

市場の混乱期における債券資産 のトランジション（資産移管）

Russell
Investments

金融危機に学ぶ

※当資料は、ラッセル・インベストメントが2020年5月に発行した英文のレポートを抄訳したものです。



クリスティン・ジョハンソン、CFA、債券トランジション・マネジメント責任者

トラヴィス・バグリー、CFA、トランジション・マネジメント ディレクター

ブランドン・ラスムーセン、シニアトレーダー、債券担当

新型コロナウイルスのパンデミックにより世界の金融市場が大荒れの状況にある中、投資家は前例のないグローバルな医療危機が経済に及ぼす影響を予測するのに苦戦しています。先行きの見通しが立たない状況を受け、株式リターンは3桁のベースポイントで変動（%単位の変動）。一方、債券市場は流動性の分断化と取引コスト上昇により大きな影響を受けています。2020年初頭に発生したパンデミック以降の債券資産取引は、2007年に始まった金融危機のときに直面した環境と多くの点で類似しています。流動性が細り、わずか数か月でリスクやスプレッド・コストが格段に増大しています。ラッセル・インベストメントでは、お客様に寄り添い、今日の困難な時代を乗り越えられるようサポートするため、2007年の金融危機の際の債券トランジションに対するアプローチを再考しました。

金融危機は債券トランジションにどのような 影響を及ぼしたか

2007年半ば、金融危機によって債券市場は混乱に陥りました。国債は比較的流動性が残っていたものの（安全性を求める投資家から多くの需要があったため）、その他の債券は厳しい取引状況に直面しました。ストラクチャード・ボンドは特に、住宅担保ローン関連のみならず、商業不動産担保証券やその他の資産担保証券なども大きな打撃を受けました。また、窮地に陥った売り手が売り注文を出し続けた結果、信用状態悪化のスパイラルが生じ、ビッド・アスク・スプレッドが拡大し、取引量が激減しました。

2000年代後半の市場環境は、コロナ禍の市場環境とは一線を画したのですが、私たちは、過去やストレスの多い市場でのトランジション取引のかじ取りをした経験から多くのことを習得してきました。パンデミックを取り巻く不確実性と、世界経済に与える影響が長引く可能性があ

ることから、最も流動性の高い米財務省証券のスプレッドさえも拡大したため、ディーラーはバランスシートからリスクを手放し始めています。

ラッセル・インベストメントでは、債券トランジション時のコストとリスクを管理するにあたって、入念な事前分析を行い、多くの市場で流動性を調達し、構造化されたアプローチを忍耐強く取り続けることを推奨しています。



ラッセル・インベストメントでは、債券トランジション時のコストとリスクを管理するにあたって、入念な事前分析を行い、多くの市場で流動性を調達し、構造化されたアプローチを忍耐強く取り続けることを推奨しています。

事前分析がカギ

ラッセル・インベストメントは、トランジョンに関連して発生するコストと結果の可能性について予測するため、常に事前分析に細心の注意を払ってきました。市場での取引額が大きくなり、ボラティリティが高まるほど、分析の重要性が高まります。

お客様は、ポートフォリオの再構築にかかる現実的なコストを把握する必要があります。2020年2月後半以降の市場ボラティリティを考慮すると、パフォーマンスへの影響は、カストディアン評価と市場における実際の価格との差異に高い割合で起因します。お客様には取引前に価格の乖離について通知し、パフォーマンスへの潜在的な影響についてご理解いただくようお願いしています。これらの市場における想定取引コストが極めて高い場合は、異なる戦略を検討する場合があります。同様に、セクターウェイト、カーブポジション、信用格付けなどの主要なポートフォリオリスクに関する知識が、トランジョンの目標と予想に影響を与える可能性もあります。

市場のさらなる分断化

トランジョン・ポートフォリオの取引では、常に他の債券ポートフォリオよりも、幅広いスペシャリスト・ディーラーに依存してきました。金融危機の際には流動性が異常に分断化しましたが、最近もそれと同様のパターンが見られます。注文と入札の価格差が大きいといった市場の流動性が低い時期には、発注や幅広い関係性を生かす能力がより重要になります。債券取引では、債券の種類によって違う取引相手が存在する電子プラットフォームを熟知していることが重要となります。

コストとリスクの上昇

アクティブに運用されている典型的な債券ポートフォリオ全体で、特定のポートフォリオを売却する想定コストが、パンデミック以前よりも25%から300%上昇しており、また特定のポートフォリオを購入する想定コストも、売却ほどではないですが増加しています。

このようなコストの上昇は、ポートフォリオ全体で均等的に起こっているわけではありません。パンデミック発生以降、投資適格社債の売却コストが劇的に上昇し、エネルギー、素材、金融セクターでは2倍から3倍に跳ね上がりました。金融危機ではほぼ無傷であった米国国債では、ビッド/オファーのスプレッドが通常の4倍にもなりました。同様に、取引量が少なくボラティリティの高い市場で取引する場合にはリスクが増大するため、債券ポートフォリオのトランジョンの手数料にリスクプレミアムが課せられます。



多くの場合、ポートフォリオは3つのカテゴリ（流動性の高いグループ、取引の流動性が限定的なグループ、流動性の低いグループ）に分類するのが適切です。

市場の課題に対する対応：トランジョンの選択肢

金融危機の期間、私たちは市場の状況に応じて債券トランジョン管理に対する優先的アプローチを発展させました。現在の市場環境においても同様の戦略を採用するようお客様に助言しています。例えば、トランジョンがより長期間にわたって展開される可能性があります。また、実行プロセス全体を通じたデューレーション管理を視野に入れ、取引戦略の設計や市場の選択などについても、市場の分断化に応じて見直してきました。しかし、最も大きな課題は、デストレス証券の取引です。多くの場合、ポートフォリオを3つのカテゴリ（流動性の高いグループ、取引の流動性が限定的なグループ、流動性の低いポートフォリオ）に分類するのが適切です。

1. 流動性の高いグループ：健全な市場における証券取引

流動性の高いグループは、競争力のある価格ですぐ買い手のつく国債およびその他の証券で構成されています。ポートフォリオのこの部分の取引では一般的に異例の問題が発生することはほぼありません。

2. 取引の流動性が限定的なグループ

流動性が限定的なグループは、取引相手は見つけることができるものの、その時点で最も適切な約定価格で取引できるよう、利用可能な流動性へのアクセスに、細心の注意を払う必要があります。このグループでの取引は流動性の高いポートフォリオよりも難しいため、経験豊富な債券ポートフォリオの運用機関は、リスク管理やコスト効率の高い取引に必要なスキルを備えている必要があります。実際、これらのスキルは、債券移行管理の中核を成すものです。

3. 流動性の低いポートフォリオ（デストレス・ポートフォリオ）

今日のように通常とは異なる環境においては、移行管理に対する新しいアプローチが必要です。流動性の低いグループは、取引される市場がほとんどまたは全く存在せず、本源的価値よりもかなり低い価格でしか売却できない証券で構成されています。これら証券のポートフォリオが典型的なアクティブ・コアプラス・ポートフォリオ全体に占める割合は様々ですが、ポートフォリオによっては10%から20%を占めることもあります。

これらの資産は、スペシャルサブアドバイザーに移管される個別の“ワークアウト・ポートフォリオ”で管理されます。サブアドバイザーは、再び換価しやすい妥当な価格になるまで 12 か月以上（場合によっては数年）の長期間にわたって証券を保有します。サブアドバイザーは多くの場合、綿密な信用および構造分析に基づいて信用判断を行い、クライアントの資産価値が最大限増大するのであれば満期までポジションを保持します。

ワークアウト・ポートフォリオの活用は 2008 年半ばに初めて登場し、現在このニッチなサブアドバイザーサービスを提供する企業は 6 社ほどあります。そのうち、特定のシナリオに最も適した選択肢は、資産の性質やポートフォリオの規模、その他の要因によって異なります。

顧客はワークアウト・ポートフォリオを利用することで、疲弊した市場での強制的な売却を回避し、秩序ある取引戦略もしくは満期償還によって投資の経済価値を実現することを望めます。現在の市場でディストレス証券を不本意な価格で売却する必要に迫られている顧客は、ワークアウト・ポートフォリオを利用して強制的な売却を回避することで、はるかに良い結果を手にすることが可能です（将来的に経済価値を実現できると仮定して）。

結論：過去の経験から学ぶ

新型コロナウイルスのパンデミックが世界の債券市場に与えた影響は、2007 年の金融危機に類似する市場ストレス要因であると、ラッセル・インベストメントは考えています。株式市場以上に債券市場の運営が混乱し、取引コストとリスクが大幅に増大しています。流動性と取引コストが安定し、平均的な水準に戻るには、しばらく時間がかかるかもしれません。こういった異例の時代に対応するため、弊社では債券トランジションのアプローチにさまざまな革新的手法を取り入れ、お客様にとって良好な結果を得られるようサポートいたします。



新型コロナウイルスのパンデミックが世界の債券市場に与えた影響は、2007 年の金融危機に類似する市場ストレス要因であると、私たちは見えています。

COPYRIGHT© 2021. RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。

内容は作成時点のもので、保証されるものではありません。

ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者の TA アソシエーツならびに少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズ、ラッセル・インベストメントの経営陣およびハミルトン・レーン・インコーポレーテッドから構成されています。

フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメントグループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメントグループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。ラッセル・インベストメント（米国）のホームページに掲載されている製品・サービスは、米国の居住者のみを対象としています。

当資料は法律、税金、有価証券、投資アドバイス、投資の適切性に関する意見、また勧誘を目的としたものではありません。当ウェブサイトに掲載されている一般的な情報は、ライセンスを受けた専門家から法律、税務、投資に関する具体的なアドバイスを受けることなく実行されるべきではありません。

米国居住者以外のお客様はラッセル・インベストメントのご自身が居住する地域のウェブサイトにて、提供可能な商品やサービスに関する情報を入手することができるかもしれません。

ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 196 号 加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会